



2024 半年度国债展望 | 2024 年 6 月

## 含章未曜，债牛未止

往期精彩研报：

《南华期货 2024 年国债年度展望：  
流水不争先》

《南华期货 2024 年国债二季度展  
望：趋势不改，博弈边际》

核心观点：

在 2023 年末我们发布了对于今年的年度展望《流水不争先》，虽然现实中利率下行的狂暴程度超出了当时的预期，但年初的观点与方向逻辑即便是放到现在我们认为也依旧有一定的参考意义：“流水不争先，争滔滔不绝——在经历了疫情冲击后经济增速的大开大合，经历了地产、地方债等灰犀牛风险陆续暴露后，宏观政策的重心需要在增长与风险之间动态权衡...未来我们可能依然会看到政策重心在稳增长与防风险之间权衡交错，这意味着平缓复苏的基调不会改变，尽管财政积极，债市难言利空。”

在总结了整个上半年的行情走势后，我们三个观点希望与投资者和市场分享：首先，资产荒是上半年行情加速的重要催化，而这一大背景可能会贯穿全年。第二，大类资产的定价逻辑出现一定程度的分化，二季度债市的主要推动其实更偏中微观而非宏观叙事，这样的转变并不局限在利率市场，我们发现大宗商品以及权益市场的定价逻辑都出现了一些边际上的变化，而这可能会反向影响到其他市场。最后，对于宏观叙事，我们建议在未来更加关注其影响力的“正向边际”。

从当前的宏观环境以及货币政策前景来看，下半年利率的下行趋势拐点出现的概率并不大，并且在广谱利率下行的大势之中，财政方向的政策预期差、货币政策工具的加码落地可能会推动国债收益率进一步下行来到新的平台。下半年十年期国债收益率震荡中枢或继续下行，运行区间 2.1%—2.35%。

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

高翔·分析师：  
投资咨询证号：Z0016413  
0571-89727506

风险提示：政策力度和效力超预期，流动性超预期收紧  
文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

# 目录

## 章节

<b>1. 2024H1：贯穿始终的资产荒</b>	<b>2</b>
1.1 2024H1 行情回顾	2
1.1.1 从核心驱动到资产荒	2
1.1.2 禁止“手工补息”影响深远	3
<b>2. 逻辑梳理与边际变化</b>	<b>4</b>
2.1 资产荒逻辑可能会贯穿始终	4
2.2 大类资产定价逻辑变化	4
2.3 宏观：关注“upside beta”	6
<b>3. 含章未曜，债牛未止</b>	<b>7</b>
3.1 广谱利率下行：大势不可阻	7
3.1.1 利率体系：牵一发而动全身	7
3.1.2 广谱利率下行	8
3.2 货币政策加码：必要且可行	10
3.2.1 政策指引	10
3.2.2 供给压力	11
3.2.3 外部环境改善	12
3.2.4 实现价格目标的夙求	13
3.3 财政政策：关注预期差	15
3.3.1 发力谨慎，留有空间	15
3.3.2 专项债节奏偏慢	16
3.3.3 多目标兼顾下以稳为主	17
3.4 关注市场节奏	17
3.4.1 让利实体本质上是风险的转移	17
3.4.2 “防风险”本身可能积聚的风险	18
<b>4. 基本面：多关注积极的信号</b>	<b>21</b>
4.1 关注地产政策后的修复	21
4.2 重视价格	23
4.3 关注库存周期	24

## 目录

### 图表

图 1.1 2024 国债收益率快速回落 .....	2
图 1.2 年初利率下行 .....	3
图 2.1 资产荒与信用利差的压缩 .....	4
图 2.2 利率充分定价宏观方向 .....	5
图 2.3 2023 上半年利率下行 .....	5
图 2.4 2023 上半年风险资产逻辑回归（1） .....	6
图 2.5 2023 上半年风险资产逻辑回归（2） .....	6
图 3.1 利率体系和调控框架（2021） .....	7
图 3.2 广谱利率图谱 .....	8
图 3.3 广谱利率趋势下行 .....	9
图 3.4 流动性稳健偏松 .....	9
图 3.5 存款利率有进一步调整的必要性 .....	10
图 3.6 二季度货币政策委员会例会延续支持性政策基调 .....	11
图 3.7 Q4MLF 大量到期 .....	12
图 3.8 基础货币结构 .....	13
图 3.9 CPI 环比转负 .....	14
图 3.10 趋势指标弱改善 .....	14
图 3.11 未来潜在下行压力 .....	15
图 3.12 城投债累计净融资 .....	16
图 3.13 往年城投净融资规模 .....	16
图 3.14 专项债发行节奏偏慢 .....	17
图 3.15 4 月后非银流动性充裕，资金分层几乎消失 .....	18

图 3.16 非银存款反季节性大幅攀升 .....	19
表 3.1 央行与长端利率 .....	20
表 4.1 一线城市政策松绑 .....	21
图 4.1: 2023 年 8 月 .....	22
图 4.2: 商品房销售改善 .....	22
图 4.3: 各环节增速依旧偏低 .....	23
图 4.4: 经济体感温差的来源 (1) .....	23
图 4.5: 经济体感温差的来源 (2) .....	24
图 4.6: 利润增速拐头 .....	25
图 4.7: 社融回落 .....	25

在 2023 年末我们发布了对于今年的年度展望《流水不争先》，虽然现实中利率下行的狂暴程度超出了当时的预期，但年初的观点与方向逻辑即便是放到现在我们认为也依旧有一定的参考意义：“流水不争先，争滔滔不绝——在经历了疫情冲击后经济增速的大开大合，经历了地产、地方债等灰犀牛风险陆续暴露后，宏观政策的重心需要在增长与风险之间动态权衡...未来我们可能依然会看到政策重心在稳增长与防风险之间权衡交错，这意味着平缓复苏的基调不会改变，尽管财政积极，债市难言利空。”

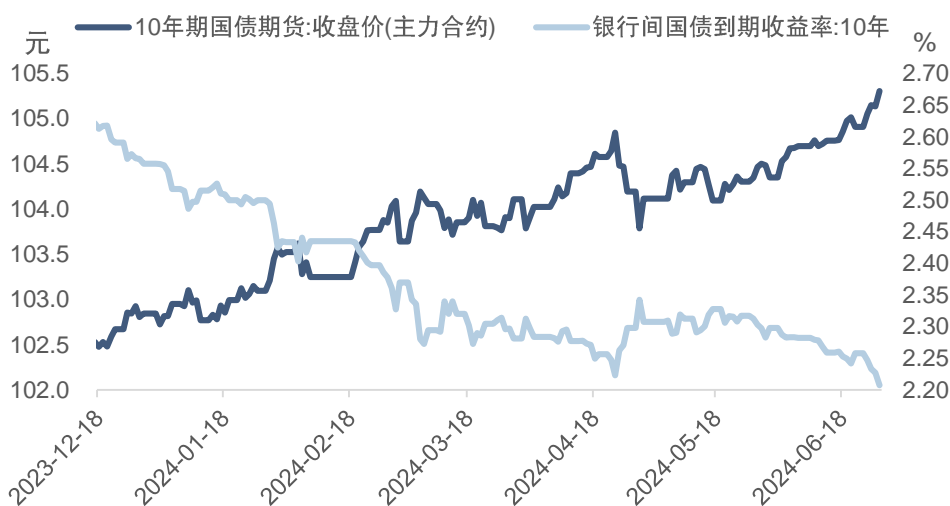
我们希望在延续前期观点的基础上，向各位投资者汇报对于 2024 上半年债市的感悟以及未来的行情展望。本篇报告的基调与半年前的年终展望可谓一脉相承：站在当前时点，我们认为基本面的缓修复和利率中枢的下行趋势还未终结。

# 1. 2024H1：贯穿始终的资产荒

## 1.1 2024H1 行情回顾

在年初市场对于债券的强势其实是抱有普遍预期的，真正超预期的是强度。年初中债十年期国债收益率约2.555%，截至6月27日估值收报2.208%，累计下行34.7bp。国债期货方面十年期和三十年期主力合约尤为强势，不是创新高就是走在创新高的路上，截至6月27日收盘十年期主力合约结算价105.31，较年初主力结算价102.85上涨2.39%，三十年期主力合约结算价收报109.4，年初结算价101.7元，累计涨幅7.57%。

图 1.1 2024 国债收益率快速回落



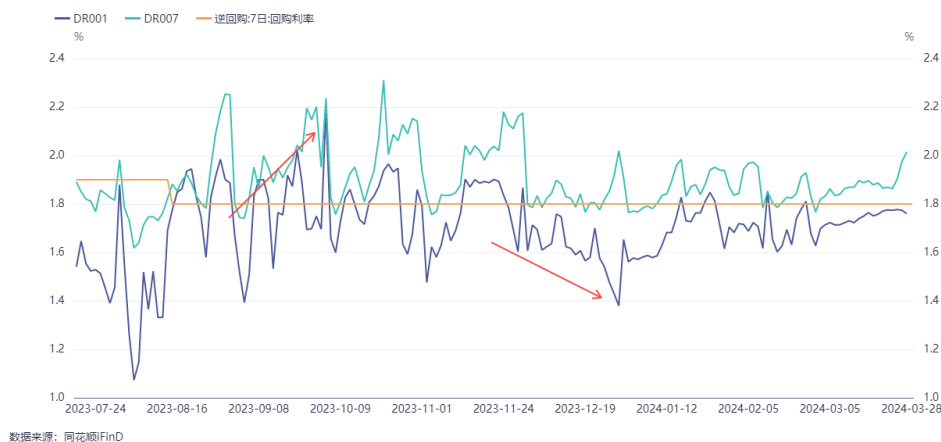
资料来源：iFind，南华期货

### 1.1.1 从核心驱动到资产荒

一季度这一轮下行始于去年年底，11月PMI数据转弱之后，偏弱的稳增长预期与不断转松的流动性，叠加新一轮的存款利率下调共同推动了这一轮行情。地方化债的阶段性结束以及特殊再融资债集中发行告一段落带来了两个后果，一是流动性转松，可以看到这一阶段资金利率中枢明显回落，银行间隔夜明显低于逆回购利率，当然这与1月底宣布的降准也脱不开关系。

第二则是资产荒的深化，2023年12月底国务院“47号文”对于12个化债重点省份（天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）的政府投资项目进行管理，指出原则上不得在交建、社会事业、市政等领域新建项目。市场预期未来有债务压力的省份在自主发债融资上会更加克制，将更多依赖中央对地方转移支付，而对于债券市场来说，地方债发行量的减少也意味着相对高息的资产会更加稀缺。由此资产荒逻辑进一步推动了利率下行，同期出现的，是信用利差的进一步收窄。

图 1.2 年初利率下行



资料来源：iFind，南华期货

### 1.1.2 禁止“手工补息”影响深远

三月初宏观预期带动风险资产走强，同期央行首次提示长端利率风险，30年期收益率下行放缓，利率阶段性反弹。但配置资金依旧充足，本轮反弹幅度相对有限，后续在长端利率风险抬升的同时市场将目光瞄向短端，收益率曲线一度走陡。

进入四月后市场利率自律机制宣布将禁止“手工补息”行为，其初衷是为了进一步政治资金空转现象，但此举导致的银行负债端成本回落以及存款流向非银机构成为了后续债市进一步走强的主要原因。另一方面，在4月经济数据以及财政部特别国债发行计划公布之后，彼时市场较为关注的潜在利空都不再对多头构成威胁，利率下行趋势较强，尽管央行依旧一再提示长端风险，但欠配压力和资产荒逻辑深化的情况下，机构对于风险提示也逐渐脱敏。4月底利率的大幅上行是标志性的分水岭，自此之后机构对于窗口指导的反应逐渐减轻。

## 2. 逻辑梳理与边际变化

在总结了整个上半年的行情走势后，我们三个观点希望与投资者和市场分享：首先，资产荒是上半年行情加速的重要催化，而这一大背景可能会贯穿全年。第二，大类资产的定价逻辑出现一定程度的分化，二季度债市的主要推动其实更偏中微观而非宏观叙事，这样的转变并不局限在利率市场，我们发现大宗商品以及权益市场的定价逻辑都出现了一些边际上的变化，而这可能会反向影响到其他市场。最后，对于宏观叙事，我们建议在未来更加关注其影响力的“正向边际”。

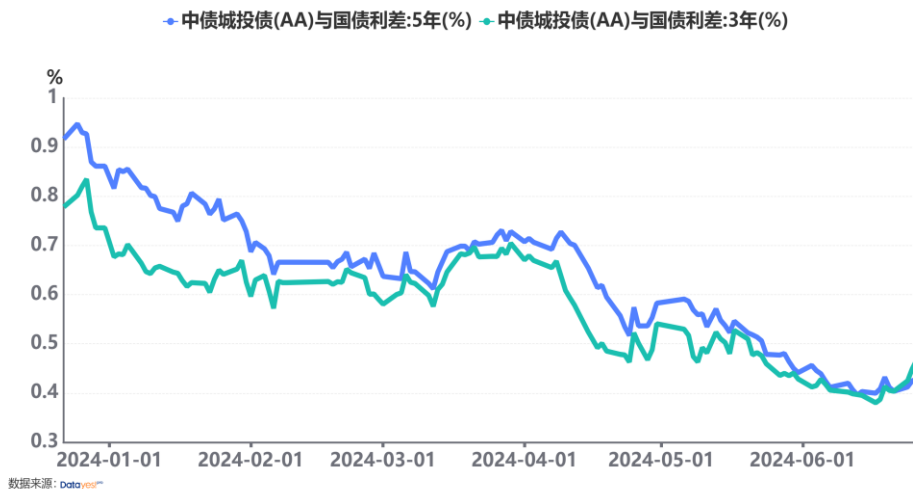
### 2.1 资产荒逻辑可能会贯穿始终

资产荒看起来是一个“大而泛”的概念，但具体的形成逻辑可能会有所区别：例如一季度可能是由于地方化债下的信用缺失，二季度则是监管变动导致的流动性向非银层面外溢，两者全然不同，最终却殊途同归。

资产荒的本质是要求回报率与资金成本的不匹配，所谓的资金成本往往受到流动性、货币政策等层面的影响，而要求回报率则更多与宏观环境、风险偏好等相关，是对投资需求和投资标的（供给）相对状态的描述。造就资产荒的成因可能是流动性的过度充裕，也有可能是具有可靠投资回报率的标的稀缺。

在此拆解资产荒这个定义的目的其实是想指出，资产荒看起来是一个“大而泛”的概念，但具体的形成逻辑可能会有所区别：例如一季度可能是由于地方化债下的信用缺失，二季度则是监管变动导致的流动性向非银层面外溢，两者全然不同，最终却殊途同归。而如果看到下半年，我们觉得资产荒的逻辑可能依然存在，但来源可能是对于财政的预期差，这一点我们会在下文进一步展开。

图 2.1 资产荒与信用利差的压缩



资料来源: datayes!, 南华期货

### 2.2 大类资产定价逻辑变化

商品定价宏观化，利率定价微观化”是大类资产层面与过去的重要变化。

近年来由于传统增长引擎切换，经济转向高质量发展，叠加外部不确定性对宏观环境、行情的影响逐渐放大，政策以及宏观层面对于大宗商品的扰动边际增长，比如与内需和逆周期政策挂钩的黑色、与外部相关性较强的贵金属和有色以及同时受国内需求和原油价格影响的能化等。而如果看到债券市场，会发现行情的关键驱动从宏观数据逐渐转向资产荒、金融监管（禁止手工补息）中微观层面的逻辑。“商品定价宏观化，利率定价微观化”是大类资产层面与过去的重要变化，对此我们认为

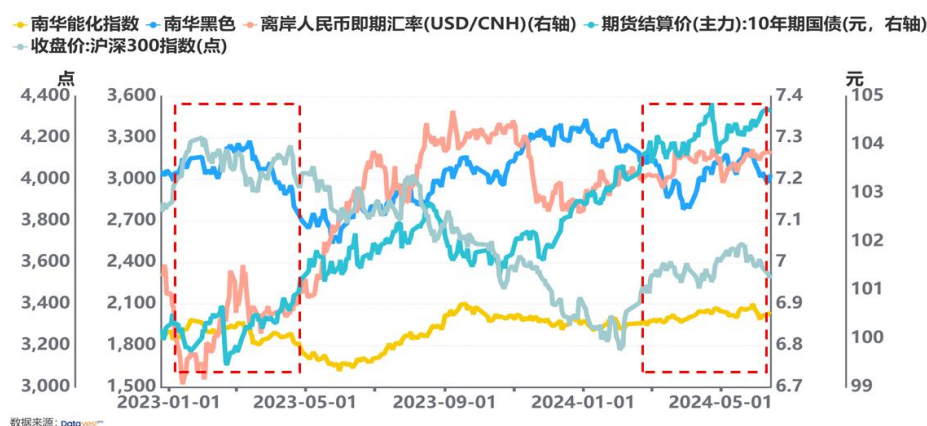


有两方面值得关注：

1) 逻辑微观化并不意味着利率市场与基本面脱钩，反而说明其充分其已经充分且准确地计价了宏观环境。每当大类资产走势出现分化，债市往往是宏观预期的标杆，最典型的例子就是 2023 年一季度市场对于防控转段后的基本面预期出现偏差，资产价格上则体现为风险资产与避险资产的分化，彼时国债收益率持续回落，而商品以及权益市场在开年一度走强，但最终在数据的验证下向债市回归。

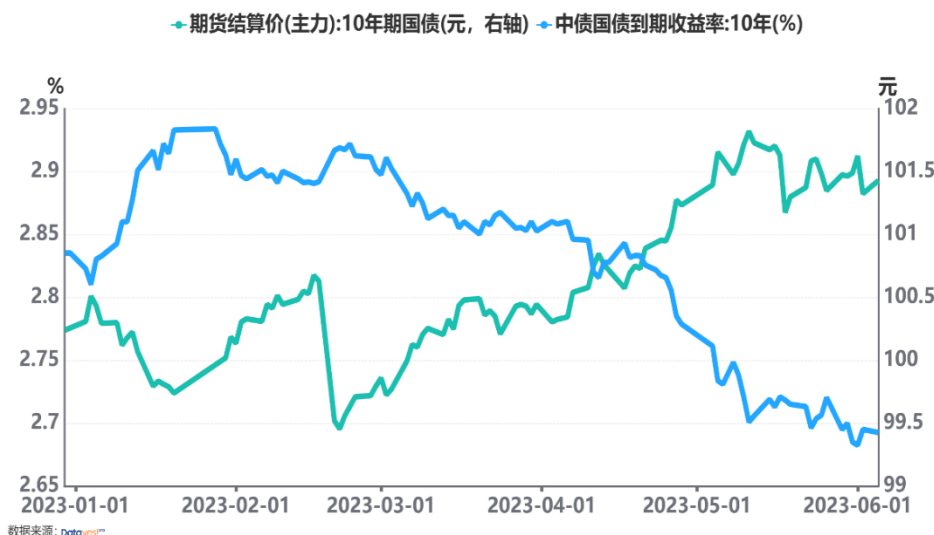
类似的情况在今年上半年也有出现，二季度初在全球制造业周期回暖的逻辑下有色以及国内黑色品种相继反弹，但这也并没有撼动利率的下行趋势，5 月以后随着海外相关景气度数据的边际转弱以及美元的走强，反弹暂止，逻辑向避险回归。

图 2.2 利率充分定价宏观方向



资料来源: datayes!, 南华期货

图 2.3 2023 上半年利率下行



资料来源: datayes!, 南华期货

图 2.4 2023 上半年风险资产逻辑回归 (1)



资料来源：iFind，南华期货

图 2.5 2023 上半年风险资产逻辑回归 (2)



资料来源：iFind，南华期货

来自中小银行、非银机构的配置压力将行情推至极端，盈亏同源，我们认为下半年最应该警惕的风险也正来自于此。

2) 对于债市来说，对于对于监管、防风险层面的关注度可能需要边际抬升。债市定价逻辑“微观化”最直接的案例就是 4 月以后由“禁止手工补息”引起的利率进一步回落。整个二季度利率市场多头情绪不断强化到了需要央行多次出面提示长端风险的地步，尽管经济数据和流动性确实为多头提供了较为友善的宏观环境，但最直接的事件驱动还是“禁止手工补息”引起的非银流动性大幅改善。来自中小银行、非银机构的配置压力将行情推至极端，盈亏同源，我们认为下半年最应该警惕的风险也正来自于此。

### 2.3 宏观：关注“upside beta”

基本面引导的是趋势与方向，当牛市行将过半，决定未来行情强度与拐点的可能是流动性以及前文提及的监管政策。

这里借鉴的是资本资产定价模型 (CAPM) 中关于 beta 的概念：在 CAPM 模型中 beta 被认为是市场表现与资产回报的相关系数，而 upside beta 则可以大致理解为在市场上行过程中资产的相关程度。我们认为这跟我们当下对于宏观环境的思考方式有一些类似：如前文所述，我们认为当下的利率市场对于平缓复苏中“平缓”的这一部分已经形成了一致的预期并且进行了充分的计价，后续宏观数据中偏乐观的部分可能会有更大的边际效用。换言之，基本面引导的是趋势与方向，当牛市行将过半，决定未来行情强度与拐点的可能是流动性以及前文提及的监管政策。那么基本面当前的作用是什么？我们建议更加关注数据中的一些积极信号，以便于感知我们之于行情终点的距离。

### 3. 含章未曜，债牛未止

下半年十年期国债收益率震荡中枢或继续下行，运行区间2.1%—2.35%。

从当前的宏观环境以及货币政策前景来看，下半年利率的下行趋势拐点出现的概率并不大，并且在广谱利率下行的大势之中，财政方向的政策预期差、货币政策工具的加码落地可能会推动国债收益率进一步下行来到新的平台。下半年十年期国债收益率震荡中枢或继续下行，运行区间2.1%—2.35%。

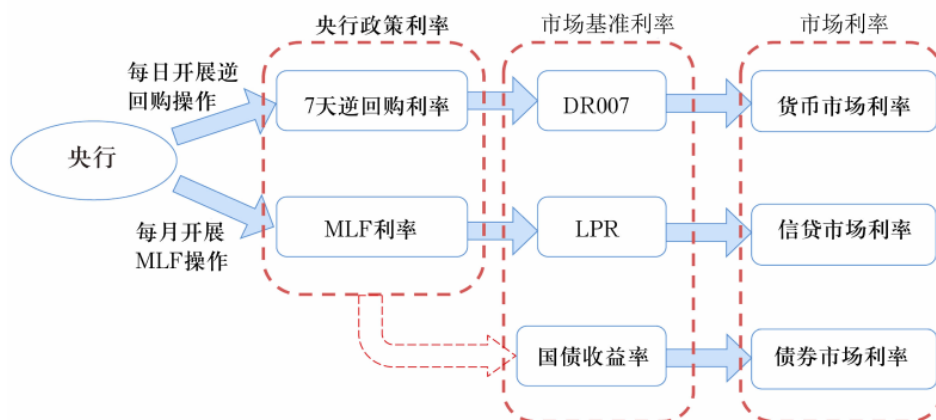
#### 3.1 广谱利率下行：大势不可阻

##### 3.1.1 利率体系：牵一发而动全身

我国的利率传导机制从央行出发，使用现行货币政策工具，通过公开市场将流动性传递给以大行为主的一级交易商，再通过大行进一步将流动性释放至中小银行与非银金融机构，而由于在现在信用货币体系下，商业银行是信用扩张的主要载体，因此在利率传导的过程中，整个银行部门的行为进一步影响着实体部门的资金成本。

广谱利率指的是从我国现行利率传导机制出发的，包含从政策利率到市场利率整个体系的利率图谱。根据央行2021年发表的《中国的利率体系与利率市场化改革》，我国当前已经形成比较完整的市场化利率体系，具体分为政策利率、基准利率和市场利率，其中政策利率就是当前常用货币政策工具的执行价格，市场基准利率则包括了7天期银存间质押回购利率（DR007）、LPR以及国债收益率，其分别又对应了货币市场、信贷市场以及债券市场利率。

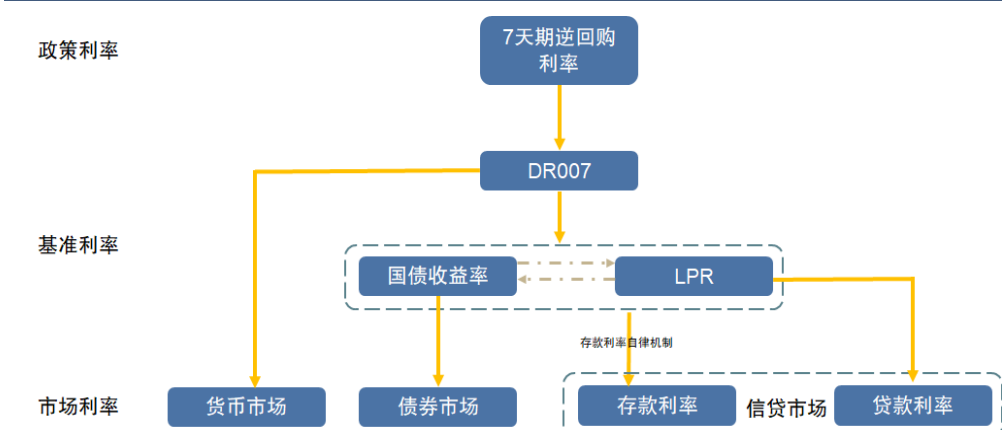
图 3.1 利率体系和调控框架（2021）



资料来源：中国人民银行官网

值得一提的是，在2024年陆家嘴论坛后我国利率传导体系完成了进一步的精简和完善，央行行长潘功胜指出“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。”自此我们得到更新后的利率图谱如下：

图 3.2 广谱利率图谱



资料来源：南华期货整理

虽然说流动性是通过自上而下的路径进行传导，但利率体系中的各个环节之间又相互勾稽，牵一发而动全身。

### 3.1.2 广谱利率下行

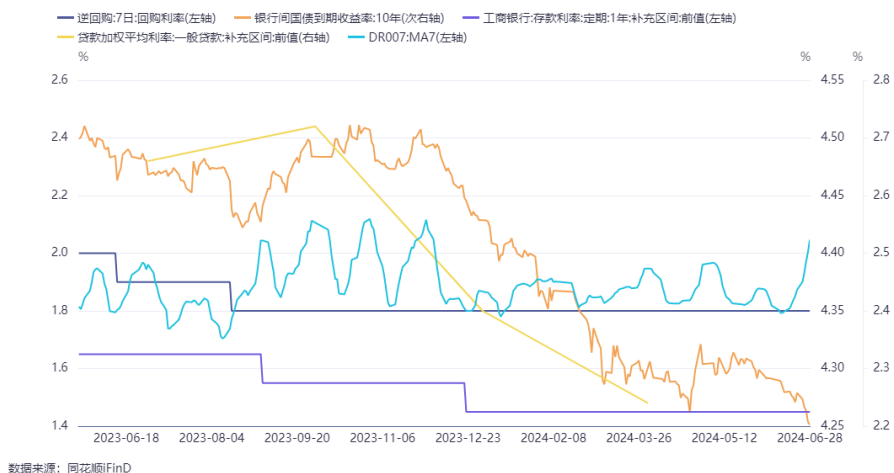
目前来看，我们认为整个广谱利率的中枢仍在下行过程中，这也意味着作为其中重要一环的国债收益率并没有结束它的下行趋势。

目前来看，我们认为整个广谱利率的中枢仍在下行过程中，这也意味着作为其中重要一环的国债收益率并没有结束它的下行趋势。有如下几点理由：

首先，利率体系的最大推动力一定是政策利率，我们认为货币政策目前仍有操作空间，政策利率的调整有可行性也有其必要性，具体逻辑将在后文展开，而政策利率进一步调整对于市场利率的影响自然毋庸置疑。

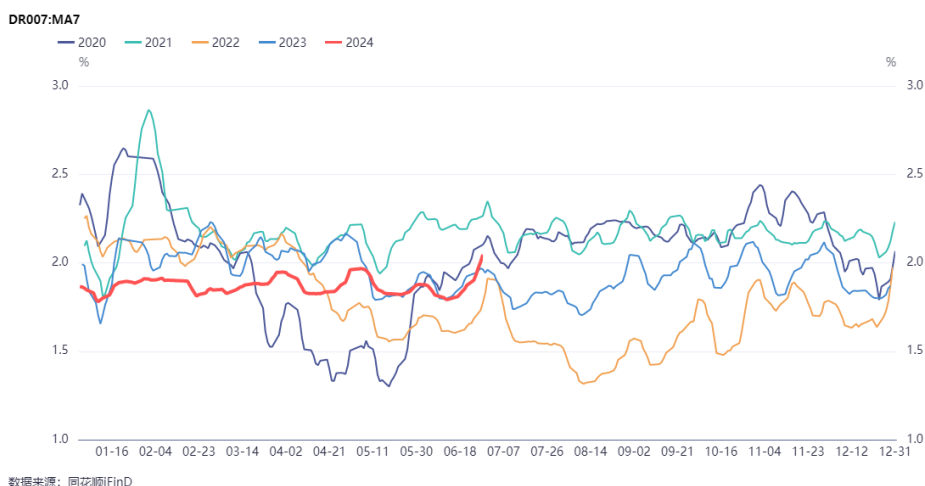
其次，从利率图谱中可以看到基准利率间，以及不同的市场利率之间互有联系。我们从金融部门（这里主要指银行）和实体部门（居民部门与实体企业部门）的视角来理解：在经济温和复苏的宏观背景下，实体部门信用收缩，借贷意愿转弱，政府通过政策利率引导其负债成本下行以刺激需求、改善预期。而实体部门的负债就是银行部门的资产，资产端回报下行的影响会通过如下两条路径显现：其一是比价效应，国债、存单等金融资产与贷款一样同属银行资产端，当贷款利率下行，比价效应下其他资产的收益会被凸显出来，而由于流动性一直处于相对充裕的状态，资产配置力量会带动其他资产收益率跟随回落。

图 3.3 广谱利率趋势下行



资料来源：iFind，南华期货

图 3.4 流动性稳健偏松



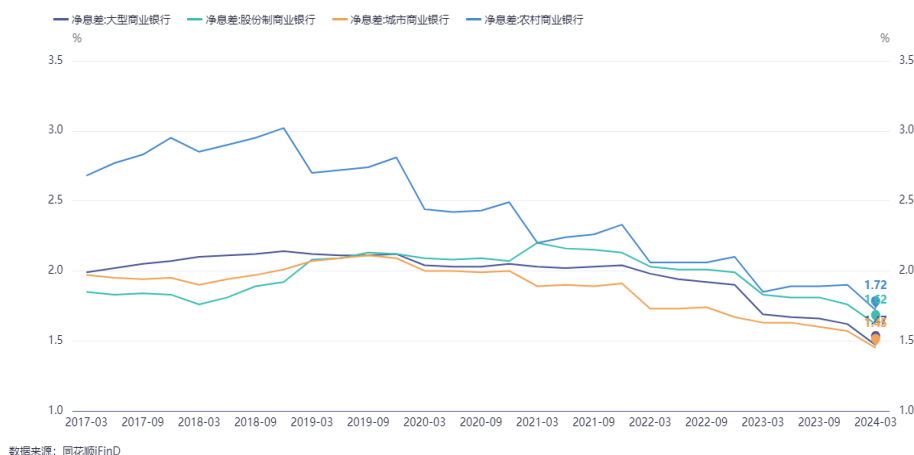
资料来源：iFind，南华期货

第二，路径一最终会导致银行部门资产端收益率的整体回落，也就是逆周期调控时常见的“金融向实体让利”，比如存量房贷的调整、隐性债务的化解，皆是如此。但银行作为我国金融体系中的核心部门，信用扩张的中介，其本身的安全性也尤为重要，收益持续会落后最直接的表现就是净息差的下行，但过低的净息差反而又有加剧金融体系风险的可能，因此当净息差持续下行，存款自律机制会导致存款利率自发性调降。而在资产荒的逻辑下，存款利率的下行反而会进一步提升债券收益率的性价比，此时居民、企业部门不论是出于避险需求还是对稳健收益的追求，其对于无风险资产的诉求也会抬升。

而根据市场利率定价自律机制发布的《合格深深评估实施办法》，净息差的评分“警戒线”为1.8%，而截止2024年一季度，各级银行净息差普遍低于警戒线，这也意味

着其负债端成本有进一步下行的诉求。

图 3.5 存款利率有进一步调整的必要性



资料来源：iFind，南华期货

### 3.2 货币政策加码：必要且可行

结合宏观环境以及债市的供给节奏，我们认为  
 季末往后，降息的概率会逐渐抬升。

我们认为下半年货币政策方面具备加码操作的空间与必要性，其中不确定性其实不在于“会不会有”，而在于“什么时候”。结合宏观环境以及债市的供给节奏，我们认为  
 季末往后，降息的概率会逐渐抬升。

#### 3.2.1 政策指引

2024年6月28日央行召开二季度货币政策委员会例会，会上关于宏观调控以及政策基调的表态基本延续前一次会议的内容，体现了货币政策较好的延续性。会议指出“要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”其中加大已出台货币政策实施力度的表述是自去年三季度起新增，对应到具体措施，自2023年三季度起央行先后进行了一次降息与两次降准，而措辞不改意味着这一轮宽松周期还没有到终止的时候。

对比一下关于结构性政策的措辞可能有助于我们理解政策意图：一季度例会对于结构性工具的描述是“适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款”，随后在4月上旬央行就宣布设立5000亿的科技创新和技术改造再贷款。而到了二季度例会最新的描述修改为“有效落实好存续的各类结构性货币政策工具”，表明后续结构性政策以落地为主，大概率不会有增量政策。



图 3.6 二季度货币政策委员会例会延续支持性政策基调

	2024Q2	2024Q1
国内外金融、经济形势	会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本继续下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定。 当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济动能不强，通胀出现高位回落趋势但仍具粘性， <b>主要经济体经济增长和货币政策有所分化</b> 。我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本继续下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。 外部环境更趋复杂严峻，世界经济动能不足， <b>通胀出现高位回落趋势但仍具粘性</b> ，发达经济体利率保持高位。我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。
货币政策	精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。 要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进物价温和回升，保持物价在合理水平。	精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好 <b>逆周期调节（跨周期）</b> ，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。 要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进物价 <b>温和回升</b> ，保持物价在合理水平。
政策工具	<b>有效落实好存续的各类结构性货币政策工具</b> ，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效。	<b>适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。</b>
金融供给侧改革	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。
健全利率传导机制	完善市场化利率形成和传导机制，充实货币政策工具箱，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。	完善市场化利率形成和传导机制，充实货币政策工具箱，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。 <b>同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。（增）</b>
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，综合施策，校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险。	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策，校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
金融创新与帮助实体	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展。落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。 充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度， <b>推动加快发展新质生产力。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。（增）</b> 综合施策支持区域协调发展。落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。 因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“ <b>市场+保障</b> ”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

资料来源：中国人民银行官网，南华期货整理

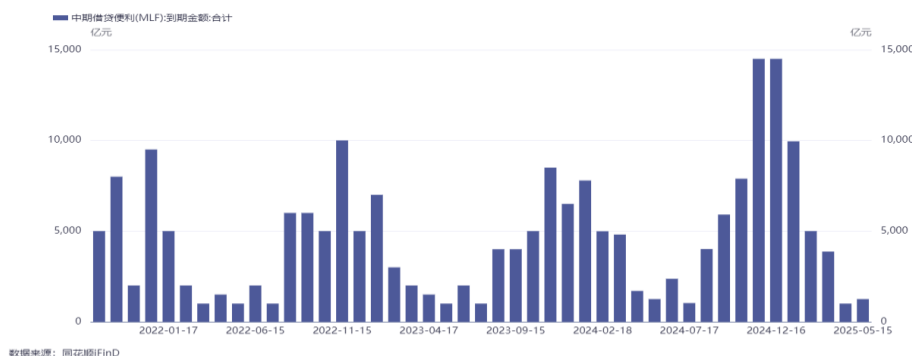
### 3.2.2 供给压力

今年利率债供给以及资金压力将会在下半年集中显现。

具体来看，财政层面本年度最大的增量来自于一万亿特别国债的发行，5月中旬财政部发布了全年的特别国债发行计划：万亿规模中20年3000亿、30年6000亿、50年1000亿，5月17开始发行总计22次。20年7次，每月一次；30年12次，5月11月一次，其余每月2次；50年每两月发一次，一共三次。从时点来看6月、8月、10月各期限均有发行，可能为阶段性的供给高峰。我们通过总量和次数简单推算每一次发行的平均规模，再结合发行计划预估每月的新增扰动，简单估计下6、8、10月特别国债带来的额外供给压力约1760亿，由于发行节奏较为平均，压力相对可控。

然而，这里说的压力可控是仅针对万亿特别国债来说，如果加上专项债以及MLF续作，下半年流动性仍面临考验。截至6月底，年内地方政府累计新增专项债约1.49万亿，剩余额度超60%。考虑到以往当年专项债基本在10月底前发行完毕，三季度供给压力较大。另一方面，四季度MLF的大量到期同样会对流动性产生压力。所以从流动性缺口来看我们认为下半年存在使用数量型工具对冲的可能，降准或者二级市场购债都是潜在的操作手段。

图 3.7 Q4MLF 大量到期



资料来源：iFind，南华期货

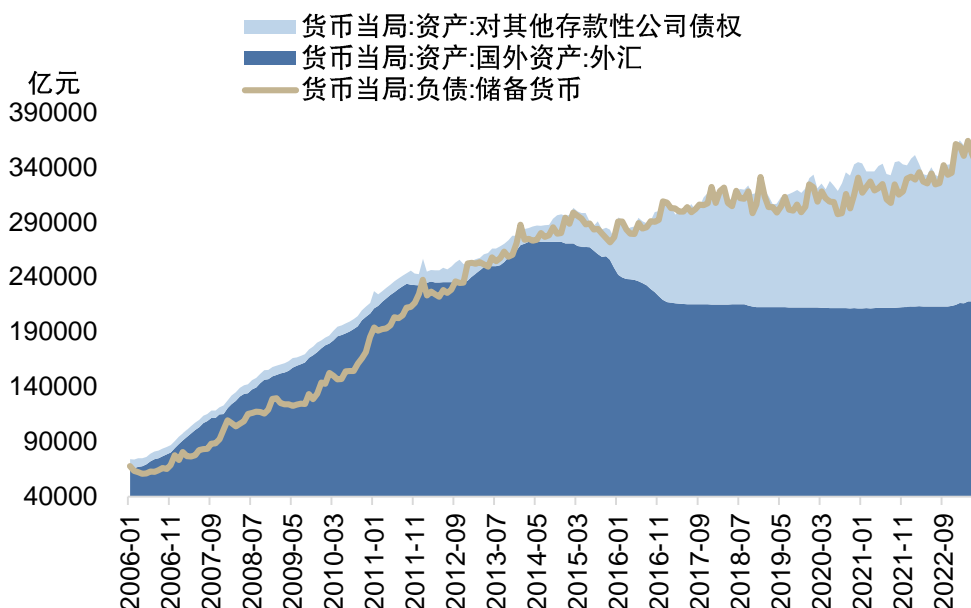
### 3.2.3 外部环境改善

外部环境发生了一些变化，这些变化有助于释放国内的政策空间。

我国过去依赖贸易顺差的增长模式和当下基础货币结构中大量的外汇占款导致货币政策空间与海外政策周期依然有比较强的相关性。而在经过6月份海外央行的一系列会议后，我们认为外部环境发生了一些变化，这些变化有助于释放国内的政策空间。



图 3.8 基础货币结构



资料来源：iFind，南华期货

六月伊始加拿大央行领先于G7其他经济体央行率先启动降息周期，随后欧央行也跟随把基准利率调降了25bp，后续美联储6月议息会议尽管并没有调整政策利率，但QT Taper正式落地以及其未考虑加息的言论使得其总基调相对中性。

我们认为海外的改善是边际的，因此需要警惕出现过度乐观的情况，否则容易产生预期差。首先，对于欧央行，欧央行行长拉加德在发布会中首先强调了当前政策利率远高于中性利率，调整之后3.75%的基准利率依旧是限制性的。对于未来的降息动作，尽管降息周期开启，但后续决策还是会遵守数据依赖（data dependent）的原则，这意味着市场连续降息的预期落空，加上本次会议上调了2025年的通胀预期，市场当期解读是偏鹰的。另外，美联储后续的政策节奏也有类似的问题，6月FOMC在PCE长期目标不变的前提下，再一次上调了政策利率预期水平，说明经济稳步扩张后美联储预期的变动情况，也意味着后续降息空间的压缩。

总体来说，海外央行逐渐进入了降息周期，这个确实是周期性的拐点，我们不能否认其对于国内政策空间的利好。但相较于市场此前期待的连续降息，这种数据依赖的利率调控模式在当前的数据表现看来其实略显鹰派且在节奏上有较大的不确定性，因此需要警惕对外部环境过度乐观的情况。这一点我国央行也有明确的认识，最新的货币政策委员会例会中，修改了对于海外政策的描述：“主要经济体经济增长和货币政策有所分化”。所以对于未来外部环境的变化还需持续跟踪，预计8月杰克逊霍尔全球央行年会将会有更清晰的指引，我们认为在此之后，国内的节奏也会逐渐明朗。

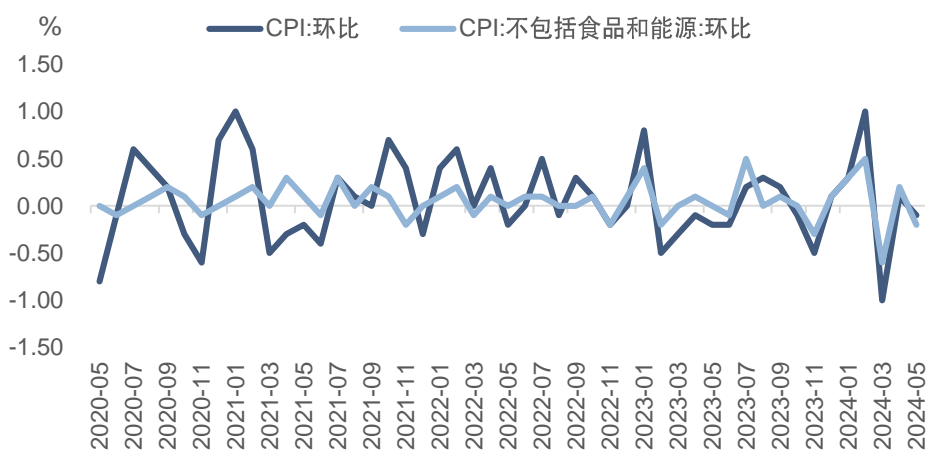
### 3.2.4 实现价格目标的夙求

最后，从实现政策目标的角度来说，货币政策也有加码的必要性。从去年中央经济

工作会议后，我国货币政策的预期目标指引修改为“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，其中增加了对价格目标的要求。

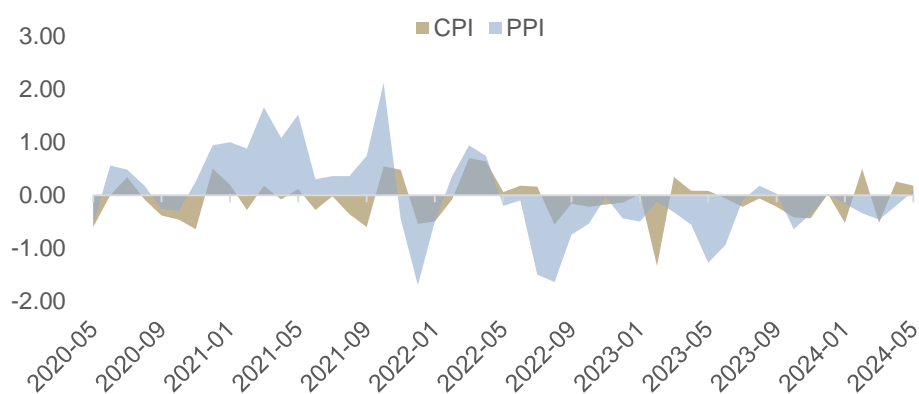
当前国民经济面临的价格问题确实存在，这本质上是需求端偏弱的表现。根据六月最新数据，2025年5月CPI同比持平前值，但核心CPI回落0.1pct，表现依旧偏弱，5月食品项对于整体增速的拖累进一步收窄，但消费品增速未见起色，CPI环比和核心CPI环比增速同步转负，PPI尽管读数有所改善但增速依旧为负，后续由于去年同期的低基数同比增速可能迎来改善，但工业品价格同比这一更高频的相关指标指向后续价格端仍有压力。

图 3.9 CPI 环比转负



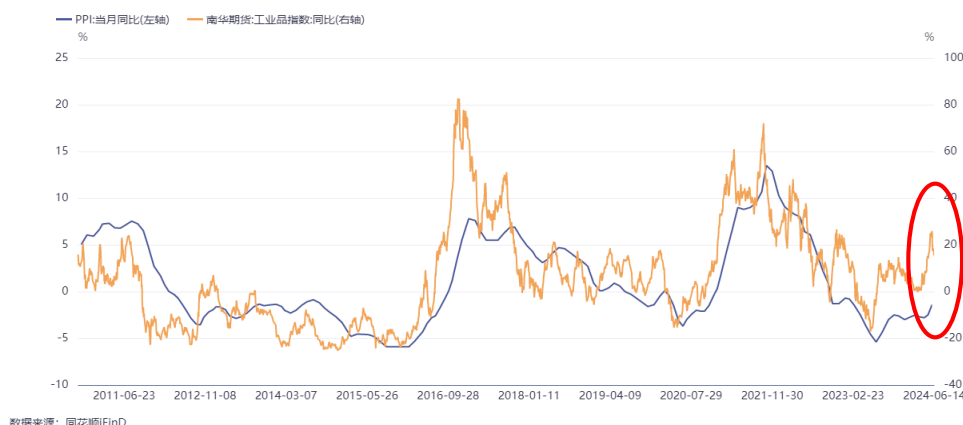
资料来源：iFind，南华期货

图 3.10 趋势指标弱改善



资料来源：iFind，南华期货

图 3.11 未来潜在下行压力



资料来源：iFind，南华期货

### 3.3 财政政策：关注预期差

我们提示下半年对于财政力度的预期差，而这可能推动利率进一步回落。

从宏观部门的视角来看，当居民和企业部门资产负债表趋于收缩，需要政府部门挺身而出支撑需求，这是上世纪九十年代以后的日本和疫情冲击后美国的成功经验，而我国也确实走在了正确的道路上。2023年十月全国人大常委会召开宣布增发一万亿国债，年内赤字率上调至3.8%，这是十分积极的政策信号，而在我们此前关于赤字率上调这一事件的分析报告中，曾经指出：这意味着中央信用的下场，且体现了较强的稳增长决心。最重要的是对于3%利率红线的突破代表着对传统政策心理障碍的克服——“可以看做是财政部门在更加积极的财政政策道路上的一次勇敢尝试”。

#### 3.3.1 发力谨慎，留有空间

从今年两会结果来看，领导层制定的扩张型财政政策力度可能要略低于市场预期。从结果来看，在不考虑去年赤字率上调的情况下，今年赤字率3%与去年持平，赤字总量由于GDP的上行有所增长（不考虑国债增发），地方财政赤字规模持平前值，地方政府专项债3.9万亿，较前值增加1000亿，最大的增量来自1万亿的特别国债，而这也是狭义口径下的最大变量。

那么我们如何理解财政的力度？1万亿特别国债加上去年底增发留待今年使用的剩余5000亿新增国债，一共1.5万亿的规模不可谓不大，但如果我们看到广义视角：在化解地方隐性债务的大背景下，以往地方政府的另一大重要融资渠道城投债明显收缩，截至5月底年内累计城投净融资接近于0，而过去两年全年的净融资额基本在1.3万亿左右，2020、2021年则要超过2万亿。广义口径下地方融资的缺口，似乎将被增量弥补，这表明在当前经济增速达成目标压力不大的情况下，政策的力度与空间更倾向于蓄势留待更关键的时刻，例如在海外货币政策周期稳定后，与货币政策形成合力，追求更高的政策效力。

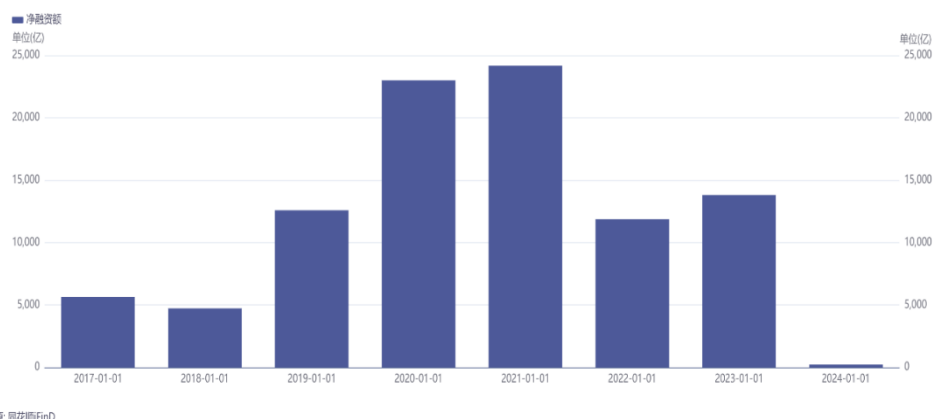
在当前经济增速达成目标压力不大的情况下，政策的力度与空间更倾向于蓄势留待更关键的时刻。

图 3.12 城投债累计净融资



资料来源: iFInd, 南华期货

图 3.13 往年城投净融资规模



资料来源: iFInd, 南华期货

### 3.3.2 专项债节奏偏慢

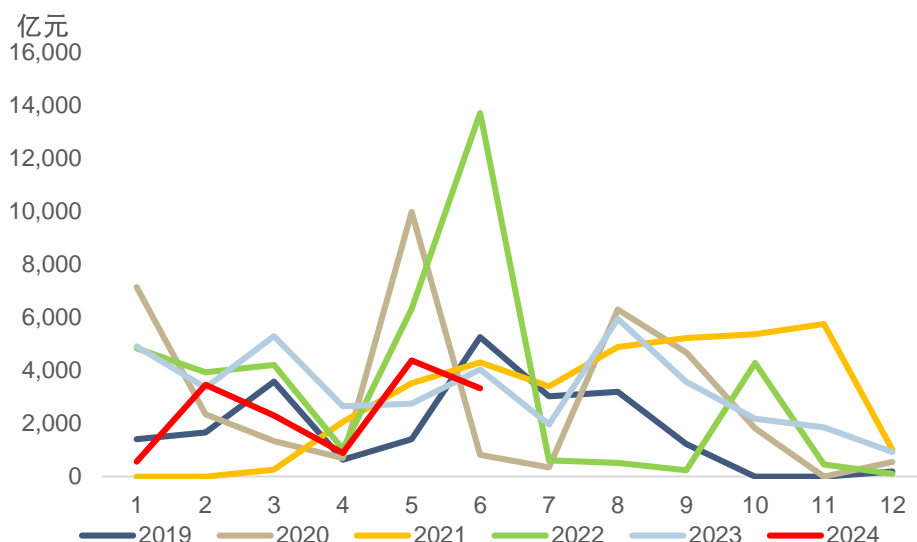
前文已经提到今年专项债发行节奏偏慢，这也导致许多投资者对于下半年的集中发力抱有预期，但结合两会后的落地速度、近期的政策表态等信号，我们认为除了主观因素，发行偏慢也受到一些客观现实的制约。

首先，地方政府，尤其是债务压力较大的地方政府在专项债以及化解隐性债务两个层面的诉求本就存在一定的对立。2023年12月国务院下达的《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》指出针对12个“重点省份”（天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏），原则上不得在交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施、楼堂馆所和除特殊领域外的业务技术用房，以及棚户区改造项目等领域新建政府投资项目。

对于新开项目的限制以及可能存在的项目缺失都会导致发债偏慢的结果。6月下旬有媒体报道河南财政厅拟于6月26日发行的520亿新增专项债的信评报告中披露的用途是全部用于化解存量债务引起市场的关注。另外，6月25日国务院审计署发布的

《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》也专门指出积极的财政政策落实中出现偏差，具体包括中央财政投资项目推进不力、专项债项目安排不科学以及部分专项债项目为发挥政府投资带动放大效应等问题，报告提到“52个地区597个获得2023年专项债资金的项目，至2023年底政府累计投资6006.34亿元，很少吸引民营资本”。

图 3.14 专项债发行节奏偏慢



资料来源：iFind，南华期货

### 3.3.3 多目标兼顾下以稳为主

最后则是政策意愿，6月下旬李强总理参加达沃斯论坛时表态称：“中国经过疫情几年的冲击，经济运行仿佛大病初愈，不能下猛药，中国经济当前需要‘固本培元’，解决重大经济问题需要政策的组合拳，包括财政政策和金融手段。在宏观调控采取重大政策时会更加强调长短结合，标本兼治，找到平衡点。”

考虑到当前经济增速平稳修复，物价水平温和回升，以及海外经济体之间政策出现分化，预计政策当前以稳为主，等待更好的发力机会。

## 3.4 关注市场节奏

前文曾提到，随着宏观环境定价趋于充分，债市逻辑出现了“微观化”的迹象，落脚到具体方向的话，我们提示需要提高对于监管、防风险层面的关注。由于我们实行的是多目标的政策制度，再考虑到当下稳增长方面“固本培元”的夙求，防风险、物价稳定等其他政策目标的优先级同样十分靠前。另一方面，对于当下的金融体系，我们认为确实是需要对其蕴藏的风险抱有警惕。

### 3.4.1 让利实体本质上是风险的转移

在经济增长结构转型，追求高质量发展的过程中，此前的一些结构性问题也暴露出

金融体系的让利很好地控制了风险的扩散，但在整体收入没有明显改善的情况下，这本质上是风险的转移。

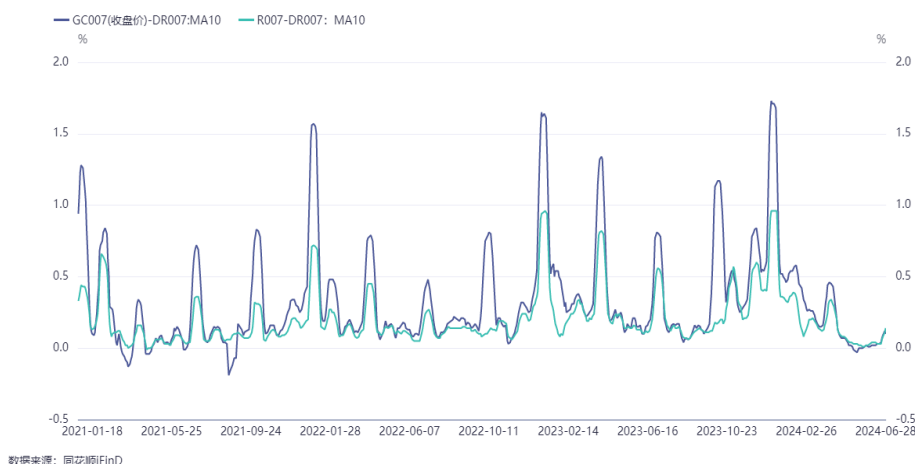
来，在我们主动刺破地产行业泡沫的同时，也暴露了地方财政压力、居民高杠杆下负债压力较大等“并发症”。通过隐性债务化解、存量房贷下调以及三箭齐发为房企提供流动性支持等方式，金融体系的让利很好地控制了风险的扩散，但在整体收入没有明显改善的情况下，这本质上是风险的转移。直接后果就是银行净基差的整体现下行，这一点在前文已经有过详细说明，在此不做赘述。

净息差下降后，一方面从银行机构自身来说调整存款利率这些负债端成本的意愿加强，另一方面，对于负债成本中一些“相对刚性”的部分，则需要监管的力量下场，所以有了禁止“手工补息”的规定。

### 3.4.2 “防风险”本身可能积聚的风险

禁止“手工补息”明显改善了高息揽储的现象，但也可能衍生出新的问题。复盘时我们提到二季度手工补息事件的影响成为了利率下行的主要推动，原因在于高息存款小时候这一部分资金集中涌向了非银机构，通过购买理财的方式强化了牛市行情。

图 3.15 4 月后非银流动性充裕，资金分层几乎消失



资料来源：iFinD，南华期货

图 3.16 非银存款反季节性大幅攀升



资料来源: iFind, 南华期货

那么，为什么我们认为风险仍在积攒？

首先，非银体系充裕的流动性不会长时间维持，当流动性紧张的时候可能会不得不卖出资产作为应对，这有可能导致市场动荡。加上非银负债端相较于银行本来就更加不稳定，这也是潜在的风险。具体来看，当前非银的流动性是从银行体系溢出，而随着后续禁止手工补息的影响逐渐消退，流动性始终还是取决于央行以及一级交易商向下投放的意愿。举例来说，6月28日午盘央行融出资金的意愿减弱，在跨季压力下交易所资金利率快速上行，也侧面印证了当前环境难以长期维持。另外需要指出的是，尽管都是投向偏稳健的底层资产，投资者对于理财产品净值波动的容忍度显然是无法跟银行存款相比较的，这导致非银负债端的稳定性要远远弱于银行机构。行情的涨跌终究有尽头，当短期内情绪高位回落，过度拥挤的交易结构可能会成为加速下跌的导火索。

其次，资产过于集中也意味着风险。除了非银的风险，中小银行同样面临风险，由于在贷款方面的竞争力要普遍弱于大行，在本轮利率下行的过程中，许多中小银行加大了对高久期利率债的配置，也推动10年期、30年期国债期货合约不断新高。然而，如果资产端过度集中在高久期，当利率上行，其资产大幅缩水可能会导致资不抵债的风险，这并不少见——美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）和日本的农林中央金库（Norinchukin Bank）都是十分鲜活的案例。

2023年3月硅谷银行公告称将发行股票、出售其投资组合中几乎所有的可供出售证券（或导致18亿美元损失），消息公布后硅谷银行单日股价暴跌60%，从前一天的267元下跌至106元左右，后续在存款挤兑以及恐慌情绪之下，风险迅速扩散至整个银行业，并且引发了一些列连锁反应。而为了平息事态美联储在彼时高通胀的压力下保持了流动性的充裕，这也导致货币政策陷入被动。而就在本篇报告撰写的前两周，日本第五大银行农林中央金库宣布将在截至2025年3月的一年内出售10万亿日元（约630亿美元）低收益的美元和欧元债券，主要原因是在资金成本大幅攀升的环境下其持有的低收益债券正面临巨额亏损。而随便两天内其CEO表示截至2025年



3月的损失可能会由之前的5000亿日元扩大至1.5万亿日元（约95亿美元），该行解释主要是由于前期错误押注欧美利率会大幅下行。

前车之鉴，由此也不难理解央行为什么从3月初就开始不断地提示中小银行和非银机构的风险。

表 3.1 央行与长端利率

日期	具体内容
3.7	省联社指导卖出长债
4.3	一季度央行货币政策例会上明确，在经济上行过程中，也要关注长期利率的变化。——“同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。”
4.9	央行与三家政策性银行座谈，讨论了长期利率债市场形势——“我国宏观经济长期向好的基本面没有改变，当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得关注。”。
4.23	《金融时报》发文，其央行有关部门负责人在接受采访时再提“长债风险——“当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升”。
4.25	央行《人民日报》再刊文，金融行业要树立正确的经营观、业绩观和风险观，既看当下，又看长远，不贪图短利，不急躁冒进，不超越承受能力而过度冒险，坚持稳健审慎经营
4.28	华东某省央行地方分行对部分农商行进行窗口指导，要求农商行聚焦主业，压降杠杆的同时，降低债券久期
5.10	一季度货币政策执行报告专栏 4，《如何看待当前长期国债收益率》——“固定利率的长期债券久期长，对利率波动比较敏感，市场投资者会更为关注长期债券投资的利率风险，坚持审慎理性的投资理念，防范投资行为过于短期化可能带来的损失。我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的...”
5.17	人民银行有关部门负责人接受《金融时报》采访——“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”
5.30	传央行回复路透社问询称“高度关注当前债券市场变化及潜在风险，必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作”

资料来源：南华期货整理



## 4. 基本面：多关注积极的信号

前文提到，当前市场对于宏观的计价已经相对充分，后续行情的强度以及利率下限更多还是与资金面和政策层面相关。而对于宏观层面，后续更应该关注的是一些关键领域的“乐观信号”。

### 4.1 关注地产政策后的修复

截至目前我们认为本轮地产政策的组合拳暂告一段落，自5月开始新一轮的地产政策从杭州、西安等二线城市像一线扩散，5月底开始上海、广州、深圳分别放开购房限制，并相应调整首付比例和房贷利率，6月底北京相关应对也落地。

表 4.1 一线城市政策松绑

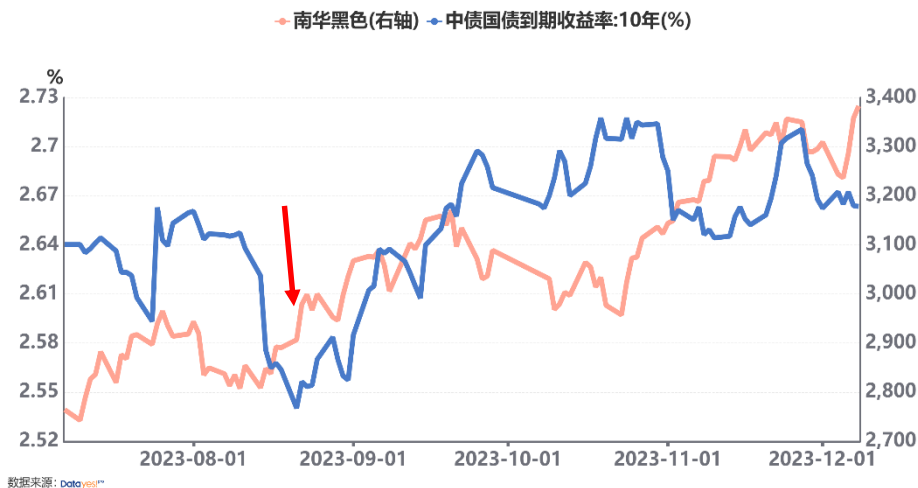
城市	日期	具体内容
上海	5.27	非沪籍购房所需社保或个税年限调整为 3 年；首套房首付比例最低 20%，房贷利率下限为 LPR-45BP；二套房首付比例最低 35%，房贷利率下限为 LPR-5BP；多子女家庭可增购 1 套房；非沪籍单身人士购房区域扩大至外环内二手住房，取消离异购房合并计算住房套数规定；首套房公积金最高贷款额度调整为 160 万元，多子女最高可达 192 万元；对符合条件的“以旧换新”居民家庭给予适度补贴；探索通过国有平台公司等主体收购、趸租适配房源，优化住房保障供给。
广州	5.28	信贷政策方面，首套房最低首付款比例调整为 15%，二套房最低首付 25%，并取消利率下限；拥有 2 套及以上住房且贷款已结清，在非限购区域内购房可再申请贷款；公积金贷款缴存时限调整为 6 个月。限购政策方面，外地人在越秀、天河、南沙等 6 个区购买住房，个税或社保证明年限由原来 2 年下调至 6 个月，同时享受户籍居民家庭购房待遇。另外，鼓励规模化租赁机构收购存量商品住房。
深圳	5.29	自 5 月 29 日起，首套房最低首付款比例由原来的 30% 调整为 20%，二套房最低首付款比例由原来的 40% 调整为 30%；首套房商贷利率下限由原来的 LPR-10BP 调整为 LPR-45BP，二套房商贷利率下限由原来的 LPR+30BP 调整为 LPR-5BP。下调后，深圳首套房贷利率为 3.50%，二套房利率为 3.9%。
北京	6.26	自 2024 年 6 月 27 日起，购买首套住房最低首付款比例调整为不低于 20%（原为 30%），贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 45 个基点，调整后 5 年期以上房贷利率下限目前为 3.5%。购买二套住房，位于五环以内的，最低首付款比例调整为不低于 35%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 5 个基点，调整后 5 年期以上房贷利率下限目前为 3.9%。位于五环以外的，最低首付款比例调整为不低于 30%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 25 个基点，调整后 5 年期以上房贷利率下限目前为 3.7%。

资料来源：南华期货整理

从市场反应来看，新政公布后资产表现偏利多出尽：2023年8月同样是地产政策的加码，彼时不论是A股还是黑色都出现了明显的价格修复，但5月底黑色品种在政策

落地后却呈现出调整的姿态，这指向当下的宏观预期相较于去年三季度会更偏保守。

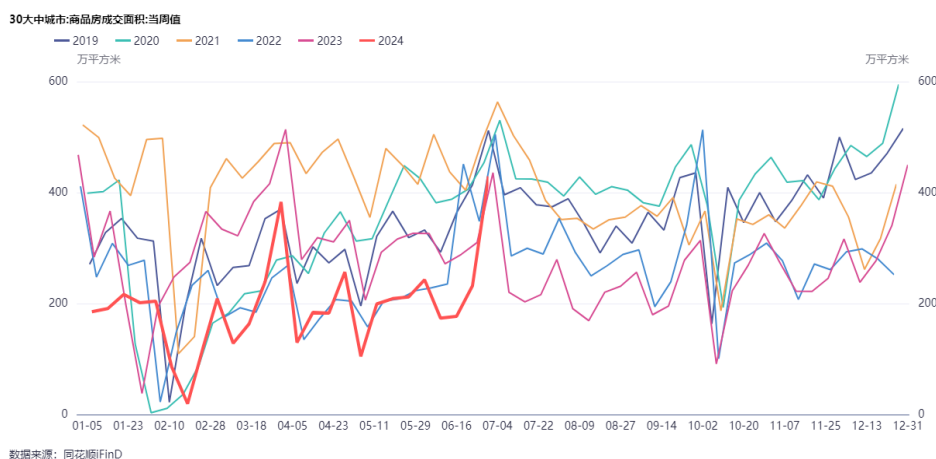
图 4.1：2023 年 8 月



资料来源：iFind、南华研究

而从数据端来看，宏观出现一定的分化。北上广深等一线城市的购买力在政策出台后确实有边际改善，例如中指研究院数据显示从 6 月 1 日到 6 月 25 日，广州一手房 5469 套，是今年以来表现最佳的月份。与去年同期相比，成交量增长 14.3%，日均成交量较 5 月增长 31.5%。相对高频的 30 大中城市商品房销售面积确实也出现了明显的改善，只是目前并未有超季节性的表现。

图 4.2：商品房销售改善

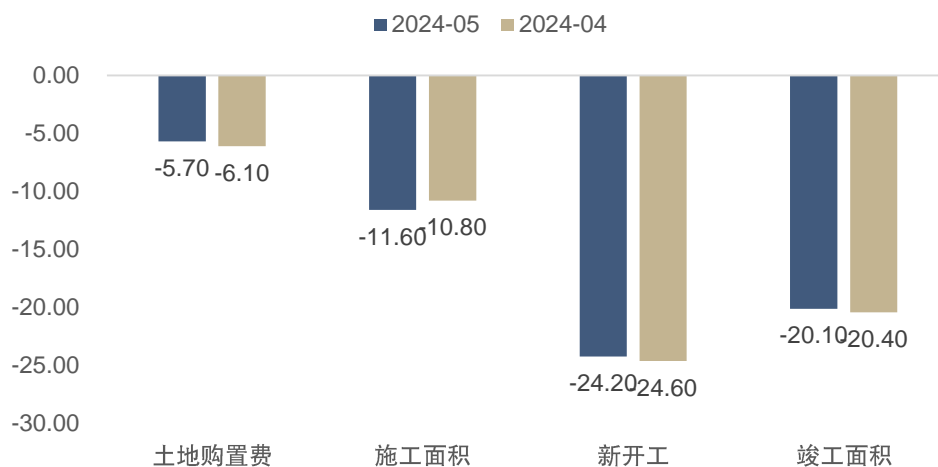


资料来源：iFind、南华研究

但同时也应关注到，不论是一手房还是二手房价格下行趋势仍未改变，一手房挂牌量在短暂回升后再度拐头下行。最新公布的 5 月地产投资增速进一步回落，-11% 的当月同比是年内新低，而不论是土地购置、新开工还是后面的施工等环节增速依旧还是相对低位，这都指向景气度还在摸底的过程中。事实上，地产的问题牵扯到了居民、企业和政府等多个部门，并不是简单放松调控就能解决的，短期内也无需对

其抱有过高的期待，静待转变出现即可。

图 4.3：各环节增速依旧偏低

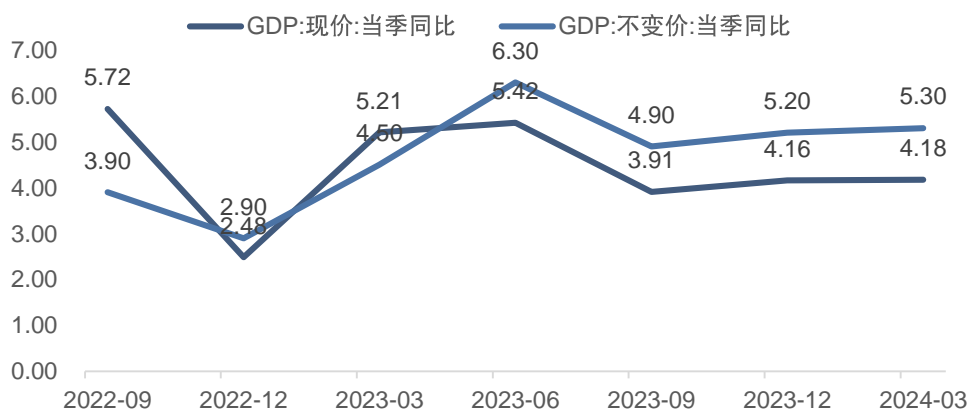


资料来源：iFind、南华研究

## 4.2 重视价格

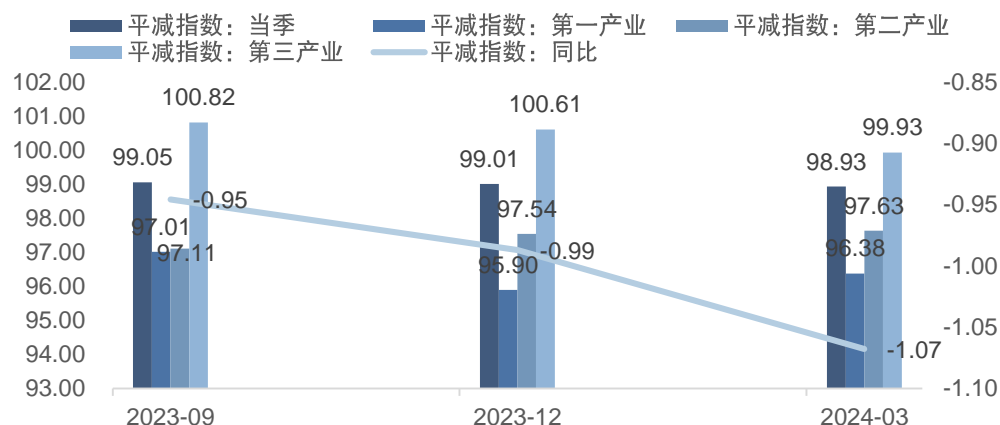
今年以来不论是决策层还是市场对于价格的关注都明显抬升，物价水平决定了居民部门对于经济增长的实际体感，因此即便一季度增速稳中向好，但市场的反馈却与数据出现了偏差。而这个问题决策层显然也心中有数，2023中央经济工作会议指数：“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”这意味着价格目标的重要性得到强化。

图 4.4：经济体感温差的来源（1）



资料来源：iFind、南华研究

图 4.5：经济体感温差的来源（2）



资料来源：iFind、南华研究

### 4.3 关注库存周期

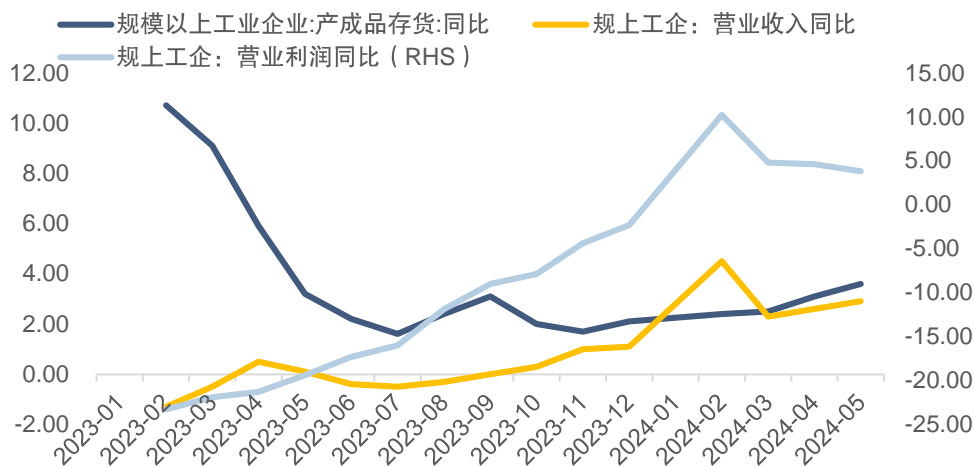
在前期我们对6月的展望报告中，我们曾指出工业企业利润相关数据指代的库存周期与社融数据背后指向的实体企业的信用行为有所冲突。

具体来看，此前库存指标与企业盈利同步修复，指向工业企业进入主动补库阶段，即行业盈利抬高生产意愿，而客观上由于前期库存持续去化、加大投入，导致库存积累，本质上是乐观增长预期下的扩大生产行为。而金融数据视角下，我们看到的则是实体部门资产负债表整体的收缩意愿。缩表行为与扩大产能、去杠杆与主动补库背后分别指向两种截然不同的经济预期与经营行为。

这是4-5月的故事，截至目前上述分歧似乎正在消散。

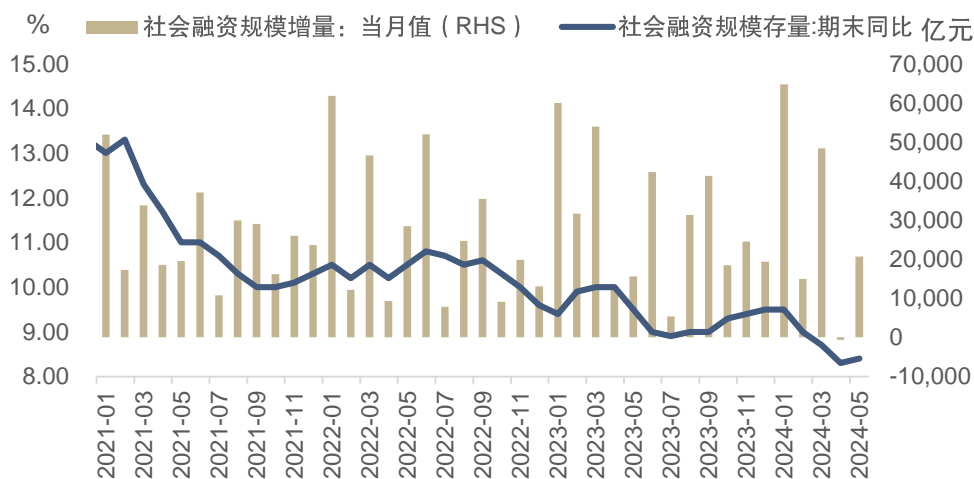
最新数据显示工业企业利润增速连续月回落，5月累计增速3.8%，较前值下行0.8pct，库存指标继续小幅回升，被动累库的行为与金融数据的收缩是能有所对应的。而金融数据在“挤水分”的加持下大概率继续向下。

图 4.6：利润增速拐点



资料来源：iFind、南华研究

图 4.7：社融回落



资料来源：iFind、南华研究

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP

